

信用评级公告

联合〔2022〕687号

联合资信评估股份有限公司通过对新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司及其拟发行的新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司 2022 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司 2022 年度第一期中期票据信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年一月二十六日

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司

2022年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：10 亿元

本期中期票据期限：不超过 5 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：偿还有息债务和补充营运资金

评级时间：2022 年 1 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
—				—

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司（以下简称“公司”）是新疆生产建设兵团的国有独资公司，持有和经营授权范围内的国有资产，在资金拨付方面能够获得较大力度的股东支持。公司主业以商贸流通和高科技农业为主，拥有全兵团系统内唯一一家具有石油批发销售资质的企业和上市公司天康生物股份有限公司（以下简称“天康生物”），其中成品油销售业务区域优势突出；天康生物已实现现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售的完整闭环，业务发展良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司利润水平受生猪养殖行业周期波动和投资收益影响大、债务结构短期化、坏账损失侵蚀利润等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司 2020 年经营现金流入量对本期中期票据发行后长期债务保障情况好。

未来，随着生猪养殖行业景气度持续回升，天康生物养殖规模扩大以及在研兽药陆续上市，公司综合实力有望得以巩固。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据信用状况的综合评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺，本期中期票据信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

- 战略地位显著，获得的股东支持力度较大。**公司是新疆生产建设兵团的国有独资公司，持有和经营授权范围内的国有资产，在资金拨付方面能够获得新疆生产建设兵团较大力度的政策支持。
- 高科技农业板块已实现 4 个关键环节的完整闭环和全产业链架构，综合竞争优势很强。**公司下属上市公司天康生物已实现现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售的完整闭环，形成了动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。
- 成品油销售业务区域优势突出，业务开展良好。**公司下属子公司新疆生产建设兵团石油有限公司为兵团系统内

分析师：王 晴 闫 力

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

唯一一家具有石油批发销售资质的企业，营销网点广泛分布在兵团农牧团场及疆内主要城市和高等级公路，承担着兵团辖区内社会及工农业生产、战备用油的供应，市场占有率在新疆位居第三，在兵团系统石油销售总量中占比约为 95%。

4. **经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力强。**本期中期票据发行后，公司 2020 年经营现金流入量为发行后长期债务的 5.27 倍；发行后长期债务为 EBITDA 的 1.31 倍。

关注

1. **资产流动性偏低，其他应收款存在一定款项回收风险。**
公司其他应收款中以对政府及兵团系统内的主体往来款为主，账龄较长，其中部分债权处于重组阶段。
2. **债务结构短期化，现金类资产对短期债务保障程度一般。**
截至 2021 年 9 月底，公司全部债务中短期债务占 68.42%，现金短期债务比为 0.66 倍。
3. **盈利水平受生猪养殖行业周期及投资收益波动影响大；资产减值对利润形成侵蚀。**生猪养殖行业周期对公司主业盈利水平影响明显，2020 年公司投资收益和资产减值出现较大波动，未来稳定性均存在不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
现金类资产(亿元)	36.55	26.37	24.53	39.19
资产总额(亿元)	193.91	207.35	241.97	234.46
所有者权益(亿元)	62.74	81.83	98.13	94.97
短期债务(亿元)	52.92	43.70	66.58	59.24
长期债务(亿元)	31.38	45.39	28.67	27.35
全部债务(亿元)	84.31	89.09	95.25	86.59
营业收入(亿元)	128.16	140.67	183.38	179.22
利润总额(亿元)	4.78	5.58	18.83	1.01
EBITDA(亿元)	11.58	15.05	29.59	--
经营性净现金流(亿元)	-7.71	7.09	-4.28	43.28
营业利润率(%)	14.42	18.81	24.16	11.94
净资产收益率(%)	5.92	6.05	17.89	--
资产负债率(%)	67.65	60.54	59.45	59.49
全部债务资本化比率(%)	57.33	52.12	49.26	47.69
流动比率(%)	125.46	150.21	133.84	121.59
经营现金流动负债比(%)	-8.09	9.32	-3.86	--
现金短期债务比(倍)	0.69	0.60	0.37	0.66
EBITDA 利息倍数(倍)	3.15	3.02	7.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.28	5.92	3.22	--
公司本部（母公司）				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
资产总额(亿元)	70.65	64.51	54.01	57.41
所有者权益(亿元)	24.67	25.48	24.31	24.85
全部债务(亿元)	29.87	32.51	23.17	23.80
营业收入(亿元)	0.01	0.09	0.19	0.07
利润总额(亿元)	0.17	0.56	0.03	1.23
资产负债率(%)	65.07	60.50	54.98	56.72
全部债务资本化比率(%)	54.76	56.06	48.80	48.92
流动比率(%)	93.97	190.67	119.05	84.87
经营现金流动负债比(%)	-0.78	-9.16	-5.03	--

注：1. 公司 2021 年三季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司

2022 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司(以下简称“公司”或“兵团国资”)原名新疆生产建设兵团国有资产经营公司(以下简称“兵团国有资产经营公司”),成立于 2001 年,系根据新疆生产建设兵团(以下简称“兵团”)制定出台的《关于加快国有工交建商企业改革与发展的意见(试行)》设立,以兵团下属 15 家企业划归后评估的国有权益 112340.21 万元作为新疆生产建设兵团国有资产监督管理委员会(以下简称“兵团国资委”)的投资。后经兵团国资委历次通过货币或资产划转形式增资,截至 2021 年 9 月底,公司注册资本 135156.44 万元,实收资本 141256.44 万元(最近一次增资尚未办理工商登记变更),唯一股东为兵团国资委,实际控制人为新疆生产建设兵团。

截至 2021 年 9 月底,公司持有天康生物股份有限公司(股票代码:002100.SZ,以下简称“天康生物”)股份 283929184 股,持股比例为 26.38%,未质押。

公司主营业务为新疆生产建设兵团授权范围内国有资产经营管理。

截至 2021 年 9 月底,公司本部内设战略发展部、财务资产部、风险管控部和审计部等 7 个职能部门(除党委相关部门以外)。公司组织架构图详见附件。

截至 2020 年底,公司(合并)资产总额为 241.97 亿元,所有者权益合计为 98.13 亿元(含少数股东权益 56.64 亿元)。2020 年,公司实现营业收入 183.38 亿元,利润总额 18.83 亿元。

截至 2021 年 9 月底,公司(合并)资产总额 234.46 亿元,所有者权益合计为 94.97 亿元(含少数股东权益 54.58 亿元);2021 年 1—9 月,公司实现营业收入 179.22 亿元,利润总额 1.01 亿元。

公司注册地址:新疆乌鲁木齐市沙依巴克区扬子江路 188 号;法定代表人:丁志民。

二、本期中期票据概况

公司拟申请注册总额度为 10.00 亿元的中期票据,2022 年度第一期中期票据(以下简称“本期中期票据”)拟发行额度 10.00 亿元;发行期限为不超过 5 年;偿还方式为按年付息,到期一次还本。

本期中期票据募集资金中 8 亿元用于偿还现有债务,2 亿元用于补充营运资金。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年,新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,推动经济逐季复苏,GDP 全年累计增长 2.30%(文中 GDP 增长均为实际增速,下同),成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP 首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年上半年,中国宏观政策保持连续性、稳定性,经济持续稳定恢复、稳中向好。但三季度以来,受限产限电政策加码、楼市调控趋严、原材料价格高位上涨、局部疫情反复等因素影响,中国经济修复放缓,生产端与需求端下行压力均有所加大。2021 年前三季度,中国国内生产总值 82.31 万亿元,累计同比增长 9.80%,两年平均增长 5.15%,二者分别较上半年同比增速和两年平均增速放缓 2.90 和 0.16 个百分点,经济增长有所降速。

三大产业中,第三产业受局部疫情影响仍未恢复至疫前水平。2021 年前三季度,第一、

二产业增加值两年平均增速分别为 4.82% 和 5.64%，均高于疫情前 2019 年同期水平，恢复情况良好；第三产业前三季度两年平均增速为

4.85%，远未达到 2019 年同期 7.30% 的水平，主要是受局部疫情反复影响较大所致。

表1 2018—2020年及2021年前三季度中国主要经济数据

指标名称	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年前三季度
GDP (万亿元)	91.93	98.65	101.60	82.31
GDP 增速 (%)	6.75	6.00	2.30	9.80 (5.15)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.20	5.70	2.80	11.80 (6.37)
固定资产投资增速 (%)	5.90	5.40	2.90	7.30 (3.80)
社会消费品零售总额增速 (%)	8.98	8.00	-3.90	16.40 (3.93)
出口增速 (%)	9.87	0.51	3.63	33.00
进口增速 (%)	15.83	-2.68	-0.64	32.60
CPI 同比 (%)	2.10	2.90	2.50	0.60
PPI 同比 (%)	3.50	-0.30	-1.80	6.70
城镇调查失业率 (%)	4.90	5.20	5.20	4.90
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	5.00	1.20	8.70
公共财政收入增速 (%)	6.20	3.80	-3.90	16.30
公共财政支出增速 (%)	8.70	8.10	2.80	2.30

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，其余指标增速均为名义增长率；4. 城镇调查失业率指标值为期末数；5. 2021 年前三季度数据中，括号内数据为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

出口维持高速增长，消费与固定资产投资增速放缓。消费修复基础仍不牢固。2021 年前三季度，中国社会消费品零售总额 31.81 万亿元，同比增长 16.40%；两年平均增速 3.93%，较上半年两年平均增速小幅回落，较疫情前水平仍有一定差距，与居民人均可支配收入两年平均增速同步放缓。固定资产投资增速有所回落。2021 年前三季度，全国固定资产投资（不含农户）39.78 万亿元，同比增长 7.30%；两年平均增长 3.80%，较上半年两年平均增速放缓 0.60 个百分点，仍未恢复到疫情前水平。全球经济和贸易回暖带来的需求增加支撑中国出口高增长。2021 年前三季度，中国货物贸易进出口总值 4.37 万亿美元，为历史同期最高值，同比增长 32.80%，实现较高增速，但增速呈现逐季小幅下降趋势。其中，出口 2.40 万亿美元，同比增长 33.00%；进口 1.97 万亿美元，同比增长 32.60%；贸易顺差为 4275.40 亿美元。

2021 年前三季度，CPI 先涨后落，PPI 显著上涨。2021 年前三季度，CPI 同比上涨 0.60%，

扣除食品和能源价格后的核心 CPI 同比上涨 0.70%，总体呈先升高后回落走势；PPI 同比上涨 6.70%，整体呈上涨趋势，生产资料价格上涨是推动 PPI 上涨的主要因素，其中上游石化、煤炭、金属价格上涨的影响较大，或对相关下游企业利润产生一定挤压。

2021 年前三季度，社融存量同比增速整体呈下行趋势，货币供应量和社会融资规模的增速同名义经济增速基本匹配。截至 2021 年三季度末，社融存量余额为 308.05 万亿元，同比增长 10%，增速逐季小幅下降。从结构看，前三季度人民币贷款是新增社融的主要支撑项；政府债券和企业债券融资回归常态；表外融资大幅减少，是拖累新增社融规模的主要因素。货币供应方面，前三季度 M1 同比增速持续回落，M2 同比增速先降后稳。二季度以来 M2-M1 剪刀差走阔，反映了企业活期存款转为定期，融资需求减弱，投资意愿下降。

2021 年前三季度，财政收入呈现恢复性增长，“三保”等重点领域支出增长较快。2021 年

前三季度，全国一般公共预算收入 16.40 万亿元，同比增长 16.30%，达到 2021 年预算收入的 82.99%，财政收入恢复性增长态势总体平稳。其中，全国税收收入 14.07 万亿元，同比增长 18.40%，在 PPI 高位运行、企业利润较快增长等因素的带动下，工商业增值税、企业所得税等税种实现高增长。支出方面，前三季度全国一般公共预算支出 17.93 万亿元，同比增长 2.30%，达到 2021 年预算支出的 71.68%，非急需非刚性支出持续压减，“三保”等重点领域支出得到有力保障。前三季度，全国政府性基金预算收入 6.10 万亿元，同比增长 10.50%。其中国有土地使用权出让收入 5.36 万亿元，同比增长 8.70%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出 7.14 万亿元，同比下降 8.80%，主要是由于专项债项目审核趋严，地方政府专项债发行进度缓慢，项目落地有所滞后。

2021 年以来就业形势总体基本稳定，调查失业率呈逐季稳中有降的趋势。2021 年前三季度，城镇新增就业 1045 万人，完成全年目标任务的 95%；1-9 月城镇调查失业率均值为 5.20%，略低于全年 5.50% 左右的预期目标，就业形势总体良好。从结构看，重点群体就业情况在三季度出现改善，其中 16~24 岁城镇人口失业率结束了自 2021 年 1 月以来的连续上升趋势，自 8 月开始出现下降；截至 2021 年三季度末，农村外出务工劳动力总量同比增长 2%，基本恢复至疫情前 2019 年同期水平。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年第四季度，能耗双控、原材料价格高位运行、局部疫情、楼市调控政策等因素仍将对中国产生经济影响，经济稳增长压力有所加大。货币政策存在降准空间；财政方面预计将加快地方政府专项债券的发行及资金投入使用，促进经济平稳增长。

生产方面，2021 年第四季度中国能耗双控的压力仍然较大，叠加原材料价格较高等因素影响，工业生产或将持续承压。需求方面，未来房地产信贷政策收紧态势可能有所缓解，但在

房地产调控政策基调不变的前提下，短期内房地产投资难以逆转偏弱的格局；随着财政资金到位以及“十四五”规划的重大项目陆续启动建设，基建投资有望逐步改善，但受制于地方政府债务管理趋严，预计改善空间有限；限产限电、生产成本上升等因素或将对制造业投资修复产生制约。消费市场复苏基础仍不牢固，第四季度仍然会受到疫情影响，但电商购物节等因素有助于带动消费提升。第四季度海外需求修复叠加出口价格上涨或将支撑出口依然保持在较高水平，但在上年基数抬高因素影响下，出口增速或将小幅下行。基于上述分析，联合资信预测全年 GDP 增速在 8.00% 左右。

四、行业及区域环境分析

1. 饲料和生猪养殖

(1) 饲料行业

全国饲料行业年产值近万亿，近三年年均复合增长 3.60%。饲料产品以肉禽料、猪饲料和蛋禽料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。饲料行业上游主要为玉米和豆粕等饲料原料。玉米主要来自国内种植，供给有保障，但近三年尤其是 2020 年以来价格迅速攀升，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。豆粕依赖国外进口，2020 年价格涨幅较大，主要系 2020 年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。除原材料价格波动风险外，饲料行业还面临下游养殖行业市场波动风险和环保压力。

饲料是指在合理饲养条件下能对畜禽、水产动物等提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不产生有毒有害作用的物质。按照产品配方及养殖户使用方法分类，饲料可分为预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料。按照饲养对象分类，饲料可分为禽畜饲料、水产饲料及其他饲料。

全国饲料行业起步于 20 世纪 70 年代，经跨越式发展，2011 年全国饲料总产量跃居世界

第一位。截至 2020 年末，全国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，也已进入了行业生命周期的成熟期。根据 2020 年的情况来看，饲料总产量中，肉禽饲料约占 38%，猪饲料约占 32%，蛋禽饲料约占 14%，水产、反刍等其他饲料占比均在 10% 以下。

2018—2020 年，全国饲料工业产值分别为 7869.00 亿元、7097.70 亿元和 8445.90 亿元，年均复合增长 3.60%，其中 2019 年同比下降 9.80% 主要系上年养殖行业景气度低迷叠加非洲猪瘟冲击下，畜禽存栏数量减少所致。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，全国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。全国每年玉米产量较为稳定，维持在 2.6 亿吨左右（其中 60%~70% 用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。2016 年，全国在主产区取消玉米临时收储政策（托底收购），玉米价格降至近年来的最低点。2017 年起，玉米价格走势进入价格和补贴分离的政策改革期，玉米市场化改革进一步深化，玉米市场价格重心上移。2018—2020 年末，全国黄玉米期货结算价（活跃合约）分别为 1864.00 元/吨、1911.00 元/吨和 2737.00 元/吨，其中 2020 年末较上年末增长 43.22%，主要系生猪产能不断恢复带动玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。2021 年第一季度，全国黄玉米期货结算价（活跃合约）基本维持在 2700 元/吨的高位。预计后续随着进口玉米增加、国产玉米轮作种植面积扩大，全国玉米价格中枢的上行态势将减缓，但仍将维持高位。

图 1 2016 年以来全国黄玉米期货结算价走势
(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 联合资信整理

饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定。近年来全国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，全国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，80%~90% 的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。近年来，巴西、美国和阿根廷三国大豆年度产量保持在 2 亿吨以上，对全国大豆需求形成供给保障，但大豆价格及后续豆粕价格受贸易摩擦、国际政治等因素的影响较大。2018—2020 年末，全国豆粕（粗蛋白含量≥43%）市场价有所上涨，分别为 2921.90 元/吨、2834.50 元/吨和 3291.80 元/吨，其中 2020 年末较上年末增长 12.66%，主要系 2020 年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。2021 年第一季度，受南美大豆产量基本确定影响，全国豆粕（粗蛋白含量≥43%）市场价格呈现冲高回落态势。预计后续随着国内生猪、肉禽养殖持续恢复，豆粕的价格重心仍将维持高位，并存在进一步抬升的可能。

图 2 2016 年以来全国豆粕市场价走势
(单位: 元/吨)



资料来源: Wind, 联合资信整理

行业风险方面，饲料产品的成本主要来自原料成本，而所需主要原料玉米、豆粕等的价格易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而加大了饲料行业成本控制难度。同时，饲料加工行业处于养殖业的上游，养殖业易随畜禽价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。下游养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。此外，饲料行业属于高污染行业，生产过程中除涉及废气和废渣外，还有粉尘排放、气味污染和噪声污染。需关注当前形势下，环境成本引致的运营成

本增加。

(2) 生猪养殖行业

饲料行业下游为生猪和肉鸡养殖。近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，全国生猪养殖集中度持续提升，但2020年末CR10仅12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。2018年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，全国生猪养户加速出栏、减少补栏。2019年，全国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2018—2020年，受供给不足影响，全国猪肉价格年均复合增长50.91%。2021年以来，猪肉平均价格仍保持在高位，但已呈现出慢速下行态势。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，全国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低，截至2020年末，全国生猪养殖行业CR10仅12%，其中行业龙头牧原食品股份有限公司2020年实现出栏1811.5万头，市占率仅3.4%。因此目前全国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

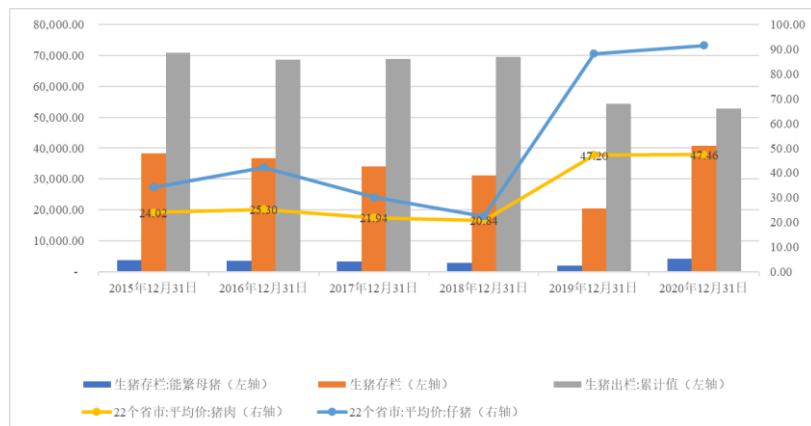
生猪养殖的基础产能指标为能繁母猪。根

据中国政府网公布数据，2018—2020年末，全国能繁母猪存栏量分别为2988万头、2045万头和4161万头，年均复合增长18.01%，其中2019年较上年末下降31.56%主要系上年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养户加速出栏减少补栏影响所致，2020年末在行业高景气度带动下存栏数较上年末大幅增长103.47%，已超过2015—2017年间的平均水平。在高猪价的拉动下，2020年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。

存栏生猪方面，根据中国政府网公布数据，2018—2020年末，全国生猪存栏量分别为3.11亿头、2.05亿头和4.07亿头，年均复合增长为14.31%，其中2019年末较上年末下降34.16%，2020年末较上年末增长52.10%。全国生猪存栏量于2019年见底。

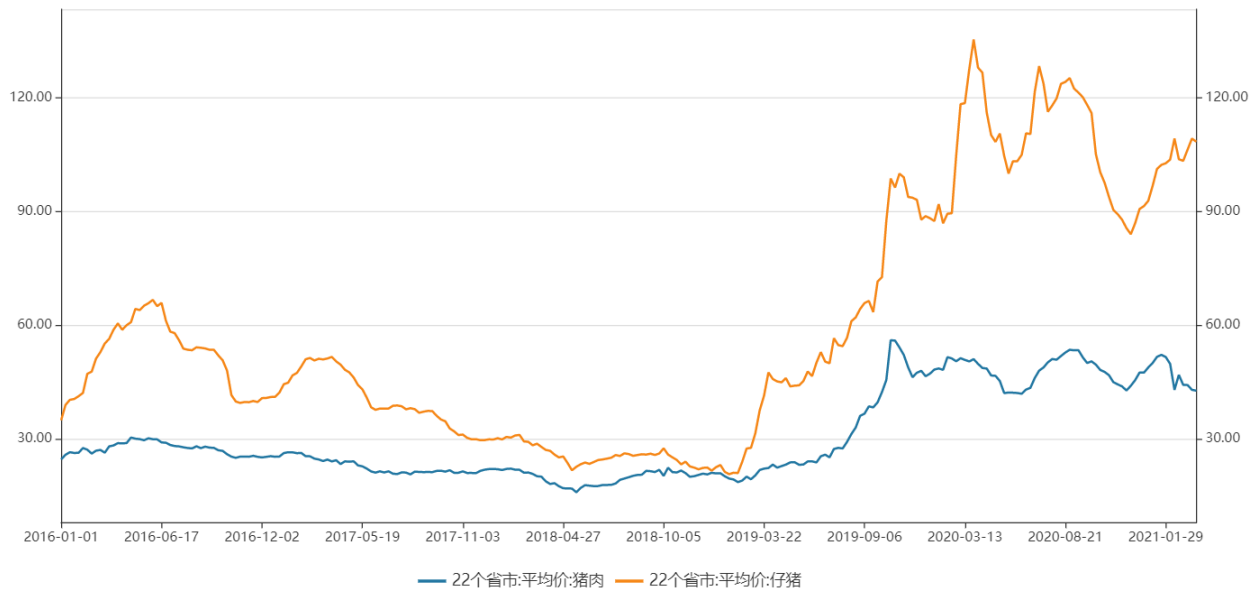
出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2020年，全国生猪出栏头数持续下降，分别为6.94亿头、5.44亿头、5.27亿头，年均复合下降12.86%，其中2019年同比下降21.57%主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致，2020年同比下降3.15%主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。

图3 2015—2020年末全国生猪产能、产能、价格及先行指标情况（单位：左轴-万头、右轴-元/千克）



资料来源: Wind, 联合资信整理

图 4 2016 年以来全国猪肉及仔猪价格情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

生猪养殖行业下游主要是居民肉食消费需求。根据世界经合组织与联合国粮农组织（OECD-FAO）联合发布的 2020 年农业展望报告，全国对猪肉的人均年度消费量为 24.37 千克，而且在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。因此，在全国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

2018—2020 年末，受生猪产能大幅波动影响，全国 22 个省市猪肉平均价大幅上涨，分别为 20.84 元/千克、47.20 元/千克和 47.46 元/千克，年均复合增长 50.91%。其中，由于同期生猪出栏数量下降 21.57%，2019 年末猪肉平均价较上年末增长 126.49%。

2021 年以来，受①生猪存栏增加、种群密度加大，②能繁母猪中三元母猪占比较高，③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，全国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。

2021 年 2 月，全国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即 2021 年中央一号文件，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产

业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

对于行业而言，2018—2019 年开启的本轮猪周期不同以往，随着非洲猪瘟反复，散户复产困难，行业集中度 CR10 有望在未来 2~3 年内迅速提升至 30%左右。时间方面，如不考虑通胀因素，本轮猪周期持续期会超过以往 4 年的规律，2021 年起步入缓慢下行通道。

对于猪企而言，上游将面临农产品易涨难跌带来的成本压力；中间生产过程对环保和防疫的重视程度提升，也附加了相关成本；下游产品形式多元化，需针对“调猪向调肉转变”新增一定的屠宰产能或延伸产业链，也可采用生猪期货等金融工具控制风险。未来畜牧养殖企业有望通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

2. 成品油行业

成品油行业消费受下游终端需求不振影响，总体表现下降趋势；近年国际原油价格大

幅波动，国内成品油调整相对滞后，对业内企业经营稳定性产生不利影响。

成品油为石油化工行业下游。2020年，中国原油产量达到1.95亿吨，同比增长1.6%，连续两年产量回升；进口量为5.42亿吨，同比增长7.3%，增速较上年回落2.2个百分点；表观消费量7.37亿吨，同比增长5.9%，增速回落1.5个百分点；进口依存度73.5%，依存度上升约1个百分点。成品油产品结构来看，2020年，全国成品油产量3.3亿吨。其中，汽油产量1.32亿吨，同比下降6.7%；柴油产量1.59亿吨，同比下降4.4%，油品化率（成品油产量/原油加工量）已不足50%。

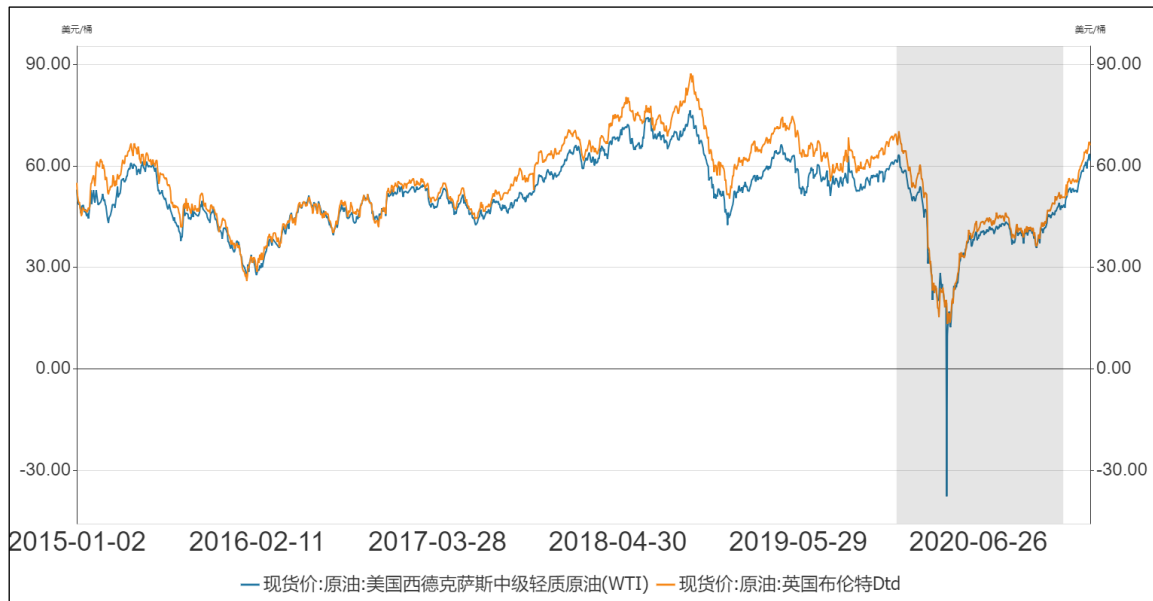
2019年以来，国内成品油消费出现结构性分化，但受下游终端需求不振影响，成品油消费总体下降。2018—2020年，全国成品油表观消费量分别为3.20亿吨、3.10亿吨和2.90亿吨，持续下降。分品种来看，受乘用车销售疲软、可替代出行方式兴起等因素影响，2020年全年汽油表观消费量1.16亿吨，同比下降7.10%；柴油表观消费量1.40亿吨，同比下降3.90%；航煤掉量严重，全年煤油表观消费量3310.30万吨，同比下降14.6%。整体看，虽然汽柴煤油增速分化，但国内成品油消费需求整体表现疲软。

国内成品油价格依照现行调价机制，根据国际原油价格变动进行相应调整。目前全国成品油价格仍然按照2016年国家发改委发布的《石油价格管理办法》进行定价，当国际市场原油价格低于每桶40美元（含）时，按原油价格每桶40美元、正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶40美元低于80美元（含）时，按正常加工利润率计算成品油价格。高于每桶80美元时，开始扣减加工利润率，直至按加工零利润计算成品油价格。高于每桶130美元（含）时，按照兼顾生产者、消费者利益，保持国民经济平稳运行的原则，采取适当财税政策保证成品油

生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提。价格调整方法上，汽、柴油价格根据国际市场原油价格变化每10个工作日调整一次。当调价幅度低于每吨50元时，不作调整，纳入下次调价时累加或冲抵。近年来，国际原油价格大幅波动，国内成品油调整相对滞后，对业内企业经营稳定性产生不利影响。

原油定价方面，由于国内市场原油经营主体较少，竞争并不充分，国内市场原油交易价格主要参照国际市场定价。国内市场原油交易价格受主要石油输出国供应影响较大，同时地缘政治全球摩擦以及公共卫生事件等偶发事件均易对油价产生阶段性冲击。2018年前三季度，国际原油价格稳步上涨，受原油库存走高、宏观需求向下以及供应恢复的多重压力影响，第四季度原油价格快速回撤。2019年，受OPEC持续减产、美国对委内瑞拉实施制裁及美国对伊制裁的豁免期结束，美伊对抗局势升级等地缘政治事件影响，国际油价持续走高；自5月起，受全球贸易摩擦影响，权威机构纷纷下调全球经济增速与原油需求增长，加之美国原油库存持续超预期提升，供给端边际利好空间有限，需求端的担忧再次主导市场走势，国际油价宽幅下跌，随后处于箱体震荡状态。2020年初，国际油价开始于60美元/桶水平，随后新冠肺炎疫情影响需求大减；3月的OPEC+会议未能达成减产协议，沙特、俄罗斯以及美国争夺市场份额，导致4月的油管输送能力不足及油库库容大幅升高，油价下跌，WTI期货原油史上首次出现负油价；5月初，OPEC+开始减产970万桶/日后，油价逐渐回升至40美元/桶水平区间；11月新冠肺炎疫苗研发实现重大突破，叠加OPEC+决定减缓2021年增产速度，油价逐步回升。目前国际原油价格处于上升趋势且位于近五年相对高位。

图 5 2015 年以来国际原油价格走势



数据来源：Wind

3. 区域环境

新疆生产建设兵团经营发展稳定，公司区域环境良好。

新疆生产建设兵团组建于 1954 年，承担着国家赋予的屯垦戍边的职责，实行党政军企合一体制，在所辖垦区内，依照国家和新疆维吾尔自治区（以下简称“新疆维吾尔自治区”）的法律、法规，自行管理内部的行政、司法事务，为国家实行计划单列的特殊社会组织，受中央政府和新疆维吾尔自治区人民政府双重领导。兵团机关设在乌鲁木齐市，目前兵团下辖 14 个师、149 个团场；其中实施“师市合一”管理体制的师市为 11 个。目前，兵团所辖师、团场分布在新疆 14 个地、州、市境内，有完善的公检法司机构和成建制的戍边维护稳定队伍。同时，兵团亦拥有新疆维吾尔自治区六分之一土地的使用权、六分之一的人口以及四分之一的耕地。

2020 年，兵团实现地区生产总值 2905.14 亿元，较上年增长 4.5%。其中，第一产业增加值为 673.77 亿元，增长 6.4%；第二产业增加值为 1,026.60 亿元，增长 7.5%；第三产业增加值为 1,204.77 亿元，增长 0.5%；三大产业占比为 23.2: 35.3: 41.5。截至 2020 年末，兵团猪牛羊存栏 648.47 万头（只），比上年增长 2.0%。

其中牛 52.58 万头，增长 0.2%；猪 229.63 万头，增长 29.5%；羊 366.26 万只，下降 9.8%。年内猪牛羊出栏 928.6 万头（只），比上年下降 1.8%。全年猪牛羊禽肉类总产量 48.87 万吨，比上年增长 1.6%。禽蛋产量 15.06 万吨，比上年增长 5.9%。牛奶产量 73.82 万吨，比上年下降 4.8%。2021 年前三季度，兵团实现地区生产总值 1906.7 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.1%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 9 月底，公司注册资本 135156.44 万元，唯一股东为兵团国资委，实际控制人为新疆生产建设兵团。

2. 企业规模和竞争力

公司作为兵团国资委下属国有独资公司，战略地位显著，主业以商贸流通和高科技农业为主，拥有全兵团系统内唯一一家具有石油批发销售资质的企业和上市公司天康生物。其中，成品油销售业务区域优势突出，天康生物养殖业务产业链完整，技术水平突出。

兵团国资委为公司唯一股东，根据兵团授权，对公司履行国有资产出资人职责，推进公司现代企业制度建设，完善公司治理结构，代表兵团向公司派出监事会；通过法定程序对所监管的企业负责人进行任免、考核。公司在兵团国资委的授权下，持有和经营授权范围内的国有资产，并对兵团国资委授权经营的权属企业国有资产承担保值增值责任，现阶段经营格局以成品油贸易及高科技农业为主。

成品油销售业务经营主体新疆生产建设兵团石油有限公司（以下简称“兵团石油公司”）是经国家商务部批准，全兵团系统内唯一一家具有石油批发销售资质的企业，营销网点广泛分布在兵团农牧团场及疆内主要城市和高等级公路，承担着兵团辖区内社会及工农业生产、战备用油的供应，市场占有率在新疆位居第三，在兵团系统石油销售总量中占比约为95%。

高科技农业经营主体天康生物主要围绕养殖业的关键环节，为养殖户提供全面解决方案，已形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构，实现现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售4个关键环节的完整闭环。主要经营地点为新疆，生物防控形势好，具备天然养殖优势。2018—2020年，天康生物累计获得国家新兽药证书5个，授权专利51项；拥有自主知识产权的猪瘟病毒E2亚单位基因工程灭活疫苗已于2018年上市。2020年，由天康生物和新疆畜牧科学院历时12年联合研发的可以鉴别诊断的布氏菌病基因缺失活疫苗获得新兽药证书和国家生产批准文号；国家高等级生物安全三级实验室已完成建设并投入运行，在新型动物疫病疫苗研发方面具有条件保障和基础支撑。

3. 人员素质

公司高层管理人员管理经验丰富，员工素质能够满足目前管理、经营等方面的需要。

截至2021年9月底，公司董事会成员7名，监事会成员5名，经理层成员6名（包括总经理1名、副总经理4名、总会计师1名）。

丁志民先生，1964年1月出生，研究生学历，经济师；1984—2002年先后在石河子市五交化公司、石河子市采购供应站、兵团供销大厦有限公司、新疆百花村股份公司任财务科长、副总经理、中心总经理、纪委委员等职务；2002—2006年在兵团国有资产经营公司任党委工作部部长、办公室主任、财务总监办公室主任；2006—2010年在新疆徕远经贸投资（集团）公司任党委书记、副董事长、总经理；2010—2014年在兵团国有资产经营公司任党委委员、纪委书记；2014—2018年在兵团国有资产经营公司任党委委员、总经理，2018年至今任公司党委书记、董事长。

李兵先生，1970年1月出生，研究生学历，高级经济师；1992—1993年任新疆生产建设兵团糖烟酒公司综合业务科科长；1993—1995年任新疆生产建设兵团商业局驻北京办事处会计；1996—2016年先后担任新疆生产建设兵团石油有限公司办公室文书、办公室主任、副总经理、党委书记、董事长，兵团烟草有限责任公司党委委员、党委副书记、执行董事、总经理；2016—2018年先后任公司副总经理、兵团石油有限公司党委书记、董事长；2018年至今任公司党委副书记、董事、总经理。

截至2021年9月底，公司共有职工8138人。从学历层次看，研究生及以上学历占4.30%，本科学历占30.18%，中专、大专或职高学历占65.52%；从岗位构成看，管理人员占12.72%，研发人员占2.59%，生产人员占4.34%，销售人员占60.24%，其他人员占20.11%；从年龄构成看，30岁以下占14.23%，30至50岁占69.50%，50岁以上占16.27%。

4. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业基本

信用信息报告（中征码：6501020000181107），截至2021年12月23日，公司未结清关注类账户1个；已结清关注类账户29个、不良类账户2个。根据公司提供的说明，公司不良及关注类账户系历史遗留问题，对公司当前征信无负面影响。

截至2022年1月24日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《公司法》等相关法律法规和实际情况，设立了董事会和监事会，法人治理结构完善。

公司不设股东会，由公司的唯一股东兵团国资委行使股东会职权，包括选派和更换公司非职工代表董事、监事，按规定程序任免董事长、副董事长；审议批准公司发展规划、经营方针和年度投资计划；审议批准公司年度财务预算方案、决算方案；对公司的合并、分立、解散、清算、增加或减少注册资本和发行公司债券等重大事项做出决定；审议董事会须报兵团国资委批准的投资项目、担保等事项。

公司设董事会。董事会为公司的决策机构，对出资者负责。经出资者授权，董事会可行使出资者授予的职权，董事会由7人组成。董事每届任期3年，任期届满，可以连任，董事会设董事长1人，董事长由出资者从董事会成员中指定，董事长为公司的法定代表人。公司董事会执行出资者决定，向出资者报告工作和企业重大事项；制订公司的发展规划；制订公司经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预决算方案。

公司依照《公司法》设置监事会。监事会为公司的监督机构，由出资者委派并对出资者负责；对董事会及其成员和总经理等高级管理人员行使监督职责。公司监事会由5人组成，其中由兵团国资委委派3名，职代会推举职工监事2名，监事会主席由出资者在监事会成

员中指定。监事每届任期三年，任期届满，可以连任。

2. 管理水平

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在财务管理、资金管理等方面建立了相应的内部控制制度。

财务控制方面，公司在系统内全面建立科学、高效、有序的财务管理体系，制定并不断完善一系列的财务管理制度，目前已经制定实施的财务管理制度有《兵团国有资产经营公司财务管理办法》《兵团国有资产经营公司财务总监管理实施细则》等。

资金管理方面，公司实行“集中管理、统一调度”的模式，即资金管理范围内的经济活动所需资金，由财务部根据公司年度资金预算及经营需要统筹安排。年度资金预算由财务部负责编制，上报集体研究、董事会审定；各类投资款项按照董事会的决议进行资金调度安排。在资金应急调度方面，公司自有资金及筹措的外部借款资金将首先保障公司本部营运资金所需，顺序优先于对成员公司的资金池内部借贷和对固定资产及股权的投资。

对外担保管理方面，公司对担保实行计划管理，遵循以安全、效益为中心的原则，按本公司的有关规定核保。根据企业历年完成的经营目标、资金周转速度、经营成本等因素综合测算，并根据银行的年度授信额度水平确定年度目标担保规模（包括各企业之间及其对下属企业的担保）。按此规模的一定比例确定目标任务的担保数额，由此得出年度担保总规模。此规模一经确定，一般不得突破。但可以对效益好、符合国资公司整体发展战略、有较好发展前景的企业在贷款担保上适当倾斜。由财务管理部对被担保企业进行定期检查，被担保企业必须如实汇报资金使用情况、资金周转状况、还贷情况及经济效益情况。申请担保的下属企业必须在申请报告、担保使用、延期或撤销等方面的书面文件上清楚载明申请企业为

直接承担债务的第一债务人。

投资管理方面，公司董事会负责公司中长期投资发展规划、年度投资计划、投资项目等重大事项的制订，报兵团国资委审批。公司及各企业应每年编报下一年度投资计划，由公司统一初审汇总后报兵团国资委审批。除章程另有规定外，各企业不得从事证券投资、期货投资、委托理财、金融衍生品等投资行为。

融资管理方面，公司财务管理部负责本部及权属企业的债务性融资管理，公司各权属企业财务部根据年度经营预算、项目投资预算、银行授信计划等制定年度融资预算，报送公司财务部审核，调整后确定最终融资计划，并形成融资议案提交董事会审议。

公司董事会下设投资与规划委员会、薪酬考核委员会、审计委员会，经董事长提名，董事会聘任或解聘委员会的委员、主任、副主任。

子公司管理方面，公司负责选派下属控股子公司的产权代表包括董事、监事、总经理或财务负责人，对子公司的生产经营情况和财务情况进行监督。同时，公司对子公司生产经营情况定期进行检查，建立子公司重大事项报告制度，及时了解子公司的财务、经济运行、对外投资及担保情况。

七、重大事项

天康生物非公开发行股票

天康生物于2020年12月发布公告，拟发行股票数量不超过322540482股（含）（以截至2020年9月30日总股本的30%测算），发行对象不超过35名，募集资金总额不超过20.67亿元（含），扣除发行费用后拟投资于以下项目：

表2 天康生物非公开发行股票募集资金用途（单位：亿元）

序号	项目名称	拟投资总额	拟利用募集资金额	募集资金到账金额	累计使用募集资金金额
1	甘肃天康农牧科技有限公司42万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	6.66	5.56	5.56	0.00
2	天康生物股份有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥基地建设项目	5.23	4.30	4.30	0.00
3	甘肃天康农牧科技有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	5.82	4.84	4.84	0.00
4	补充流动资金	5.97	5.97	5.75	5.75
合计		23.68	20.67	20.45	5.75

注：募集资金净额20.43亿元与表中合计金额差额部分为尚未扣除的发行费用（包括审计验资费、律师费、股份登记费、信息披露费用等）

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2021年5月，非公开发行股票获得中国证监会核准批复。本次非公开发行实际发行数量277449664股，发行价格为人民币7.45元/股，募集资金总额为人民币20.67亿元，扣除承销保荐费及其他相关发行费用后，实际募集资金净额为人民币20.43亿元。

八、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年和2021年1—9月，公司经营

收入保持增长，经营情况良好，生猪养殖行业周期波动对综合毛利率水平影响较大。

公司主营业务由商贸流通、高科技农业、基础设施建设、非银行金融和矿产资源板块组成。商贸流通和高科技农业板块的主营业务收入在公司营业总成本里占有绝对比重，近年来合计收入占比保持在95%以上，同时，高科技农业板块收入占比不断上升，2019年超过商贸流通业务，成为公司第一大收入来源。

2018—2020年，公司商贸流通板块营业收入持续下降，其中石油产品销售和烟草销售区

域优势突出，毛利率保持稳定；高科技农业板块收入和毛利率水平均保持增长，2020年收入同比增长58.42%，主要是饲料板块业务规模扩大及生猪板块收入增加所致；其余板块收入规模较小。

2021年1—9月，公司营业收入同比增长

37.82%，其中商贸流通和高科技农业板块收入分别同比增长29.04%和42.12%；公司综合毛利率同比下降13.05个百分点，其中高科技农业板块毛利率同比下降18.75个百分点，主要系生猪销售价格处于下行周期，公司食品养殖业务板块产品销售单价大幅下跌所致。

表3 2018—2020年及2021年1—9月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—9月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
商贸流通	71.96	56.15	10.76	62.84	44.67	13.52	61.64	33.61	13.34	54.38	30.34	13.15
高科技农业	54.25	42.33	20.74	76.34	54.27	24.08	120.94	65.95	30.72	124.24	69.32	12.24
基础设施建设	1.75	1.37	45.78	1.30	0.92	69.73	0.59	0.32	71.52	0.43	0.24	79.97
非银行金融	0.16	0.13	100.00	0.17	0.12	100.00	0.20	0.11	100.00	0.17	0.09	100.00
矿产资源	0.04	0.02	49.63	0.02	0.02	20.24	0.02	0.01	89.40	0.00	0.00	50.41
合计	128.16	100.00	15.58	140.67	100.00	19.88	183.38	100.00	25.09	179.22	100.00	12.75

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

2. 商贸流通板块

公司商贸流通业务主要为成品油和烟草的批发零售，区域优势突出。2018—2020年收入规模有所收缩，2021年前三季度呈现回升，盈利水平稳定。

公司商贸流通板块控股公司主要包括兵团石油公司、新疆生产建设兵团烟草有限责任公司、西部绿洲国际实业有限公司、新疆生产建设兵团天然气有限公司、新疆徕远物业管理有限责任公司、新疆迪盛国际实业有限公司等。

2018—2020年，公司成品油收入及其在商贸流通板块收入占比有所波动，毛利率水平较为稳定；烟草收入及占比保持增长，毛利率水平稳定；其他收入包括农副产品、天然气销售等，其中2019年下降主要是国资国企改革导致的结构调整。

2021年1—9月，公司商贸流通板块收入同比增长29.04%，毛利率同比略降1.16个百分点。其中，成品油和烟草收入同比分别增长35.08%和12.16%，毛利率同比均基本持平。

表4 2018—2020年及2021年1—9月公司商贸流通板块收入及毛利率情况

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1—9月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
成品油	47.57	66.10	9.83	50.54	80.43	10.38	46.68	75.73	10.56	45.37	83.43	10.13
烟草	6.59	9.16	22.09	6.94	11.05	22.12	7.19	11.66	22.03	6.87	12.63	22.10
其他	17.81	24.74	9.04	5.36	8.52	32.02	7.77	12.61	22.02	2.14	3.94	48.59
合计	71.96	100.00	10.76	62.84	100.00	13.52	61.64	100.00	13.34	54.38	100.00	13.15

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

(1) 成品油

兵团石油公司（公司直接持股54.59%）是公司成品油业务的运营主体，是经原国家计委

批准成立的成品油单列经营企业，是四大国有石油成品油经营企业之一，全兵团系统内唯一一家具有石油批发销售资质的企业。兵团石油

公司目前下辖12个分公司和1个合资公司，运营加油站209座，4个驻炼厂油品调配中心，营销网点广泛分布在兵团农牧团场及疆内主要城市 and 高等级公路，承担着兵团辖区内社会及工农业生产、战备用油的供应。截至2020年底，兵团石油公司资产总额9.86亿元，净资产为6.86亿元，2020年实现营业收入48.60亿元，净利润1.34亿元。截至2021年9月底，兵团石油公司资产总额12.05亿元，净资产7.87亿元，2021年1—9月实现营业收入45.37亿元，净利润2.20亿元。

兵团石油公司拥有独立的成品油供应体系，成品油供应办法和供应价格按照军队的成品油供应办法和供应价格执行。兵团石油公司成品油业务的成本以油品采购为主，占成品油业务成本的比例为90.00%，油品运输方式中公路运输占95.00%。采购集中度方面，公司成品油供应商包括中石油新疆销售有限公司、中国

石油天然气股份有限公司西北销售新疆分公司、中国石化销售股份有限公司新疆石油分公司3家，其中自中石油新疆销售有限公司采购比重在80%左右。

公司成品油销售由所属各分公司、加油站销售，油品销售价格为国家发改委统一规定的指导价，现款结算为主。公司成品油销售中，零售占比为95%，其余主要为面向兵团农业团场的农业机械生产用油批发。市场占有率方面，兵团石油市场销量排在中石油和中石化之后，在新疆位居第三，是新疆主要的成品油供应商之一；兵团石油市场销量在兵团系统石油销售总量中占比约为95%，在兵团系统内成品油销售市场居于主导地位。

从采购和销售金额来看，2018—2020年，兵团石油公司汽油采购和销售金额均持续下降，柴油采购和销售金额均有所上升。

表5 2018—2020年及2021年1—9月公司成品油采购及销售情况

业务板块	2018年		2019年		2020年		2021年1—9月	
	采购金额 (亿元)	销售金额 (亿元)	采购金额 (亿元)	销售金额 (亿元)	采购金额 (亿元)	销售金额 (亿元)	采购金额 (亿元)	销售金额 (亿元)
汽油	21.51	23.98	21.24	23.95	17.49	19.99	19.01	21.30
柴油	21.34	23.49	24.08	26.62	24.27	26.69	20.17	22.28
合计	42.85	47.47	45.32	50.57	41.76	46.68	39.18	43.58

资料来源：公司提供

(2) 烟草

新疆烟草兵团石河子有限公司（以下简称“兵团烟草公司”）是公司烟草业务运营主体，属国家卷烟二级批发企业，享有从全国各卷烟厂直接进货的权力，采购烟草进价和销售烟草的价格均按照国家指导价执行。由于进货量偏小、单位购货费用偏高等因素，目前兵团烟草公司的卷烟购进全部由新疆维吾尔自治区烟草公司代订转调，结算方式以电汇为主。销售方面，兵团烟草公司对下游客户进行卷烟批发业务，客户网上订货后，通过行业统一的卷烟营销平台由银行进行批量代扣，再进行配货发货。目前兵团烟草公司销售区域仅限于新疆石河子市

（兵团农八师及附属团场）范围，下游客户包括为石河子区域内的烟草批发经销商、个体商户及加油站，集中度很低，一般在2%以内。

表6 公司烟草经营情况

项目	2018年	2019年	2020年	2021年 1—9月
购入量（箱）	2.81	2.71	2.74	2.27
销售量（箱）	2.72	2.72	2.72	2.37
营业收入（亿元）	6.68	7.01	7.24	6.87
利润总额（亿元）	0.15	0.19	0.18	0.18

资料来源：公司提供

3. 高科技农业板块

公司高科技农业板块收入主要来源饲料及

生猪养殖，2018—2020 年随着养殖行业景气度提升，经营规模快速扩张，但盈利水平受行业周期波动影响大。

2018—2020 年，天康生物主营业务收入快速增长，主要系 2019 年新增玉米收储业务、饲料板块业务规模扩大及生猪板块收入增加所致。2020 年，天康生物主营业务收入占营业收入的比重为 99.78%，主营业务十分突出。

从主营业务收入构成来看，2018—2020 年，天康生物饲料收入快速增长，占主营业务收入的比重有所下降，其中 2020 年饲料收入同比增长 43.81%，主要系新疆原有市场销售规模扩大及开拓陕甘宁区域市场所致。兽药收入有所波动，2020 年同比增长 52.43%，主要系全国生猪养殖规模扩大，疫苗招标价格提高所致。生猪养殖及食品加工收入快速增长，主要系猪肉价格上涨带动生猪养殖收入增长所致，板块收入占主营业务收入比重持续上升。油脂加工收入在 2020 年同比大幅增长 38.34%，主要系市场需求增加，销售规模扩大所致，占主营业务收入的比重同比略有下降。玉米收储业务收入在 2020 年

同比增长 57.44%，主要系价格上涨所致。其他主营业务占主营业务收入的比重较小，影响不大。

从毛利率来看，2018—2020 年，天康生物主营业务综合毛利率稳步上升。其中，饲料业务毛利率略有下降；兽药业务毛利率持续上升，主要系疫苗招标价格提高所致；生猪养殖及食品加工毛利率大幅上升，主要系猪肉价格上涨所致；油脂加工业务毛利率持续下降；玉米收储业务毛利率在 2020 年同比上升 2.21 个百分点，变化不大；其他主营业务毛利率波动对天康生物综合盈利影响不大。

2021 年 1—9 月，天康生物实现营业收入 123.29 亿元，同比增长 43.01%，净利润 -1.01 亿元，出现亏损，主要是受国内生猪市场行情变化影响，生猪销售价格从年初持续回落，尤其是二季度、三季度猪价较上年同期有大幅度下降，天康生物生猪养殖业务利润同比有较大下降；同时，根据会计准则和谨慎性的要求，天康生物已对存货计提了相应的存货跌价准备。

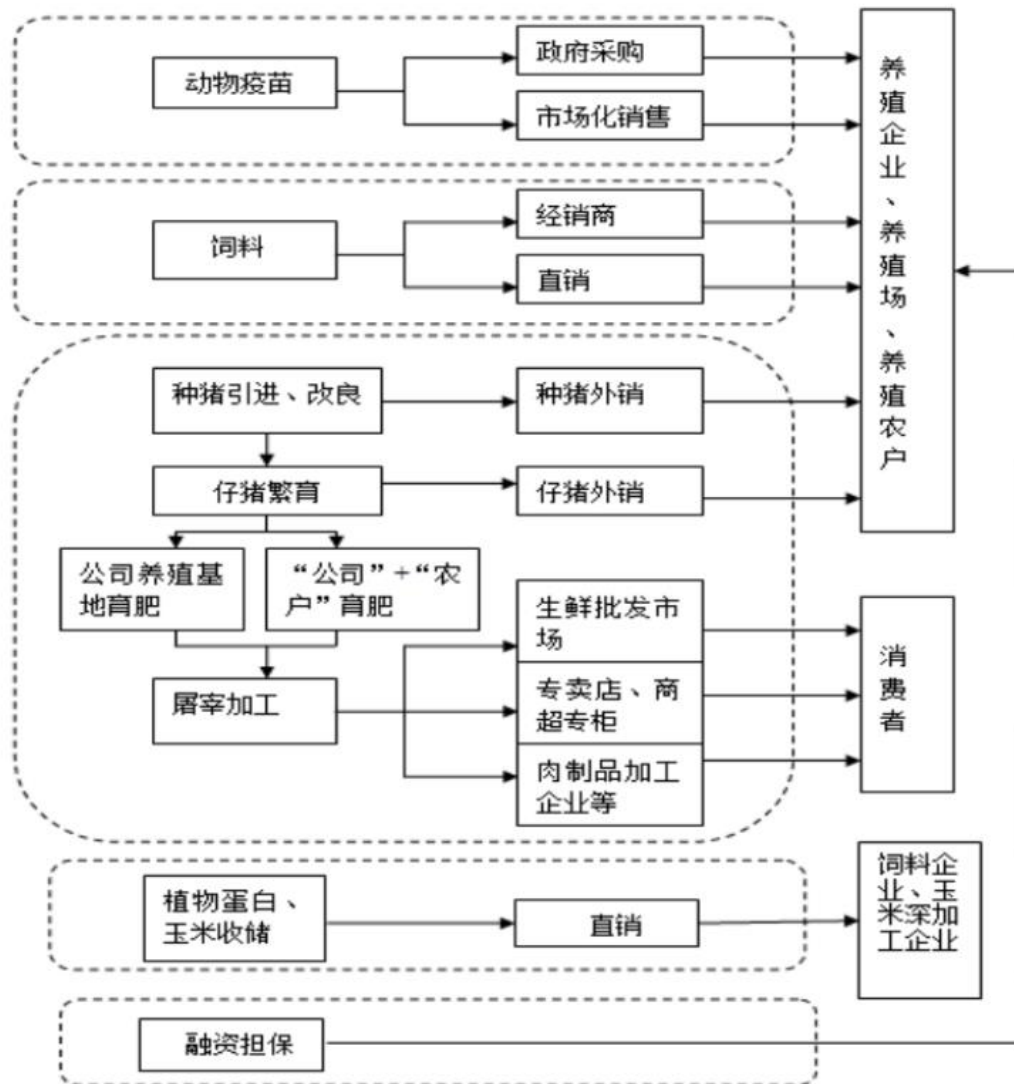
表 7 2018—2020 年及 2021 年 1—6 月天康生物主营业务收入及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—6 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
饲料	25.62	48.59	14.65	29.31	39.20	14.33	42.15	35.17	14.13	25.87	32.68	16.47
兽药	7.50	14.22	58.96	5.55	7.43	60.13	8.46	7.06	68.98	4.82	6.09	73.41
生猪养殖及食品加工	8.55	16.21	15.41	16.44	22.00	42.42	34.77	29.00	57.52	16.99	21.46	18.14
油脂加工	8.55	16.21	12.14	8.06	10.78	10.82	11.15	9.30	8.63	8.70	10.99	5.78
玉米收储	-	-	-	12.50	16.72	18.69	19.68	16.42	20.90	20.98	26.50	14.56
其他主营业务	2.00	3.79	22.51	2.69	3.60	35.81	3.38	2.82	7.83	1.81	2.28	-4.74
合计	52.22	99.03	21.04	74.55	99.71	25.09	119.60	99.78	30.99	79.17	100.00	18.13

注：天康生物为深圳证券交易所上市公司，相关经营数据披露至 2021 年上半年，为确保上市公司对外信息披露的一致性，高科技农业板块经营数据为 2018-2020 年及 2021 年 1-6 月数据，表中 2018-2020 年为主营业务收入，2021 年 1-6 月为营业收入

资料来源：公司提供

图 6 天康生物主营业务闭环



资料来源：公司提供

天康生物主要围绕养殖业的关键环节，包括饲料饲养、良种繁育、动保以及养殖服务体系和金融服务体系支持，为养殖户提供全面解决方案，目前已形成动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构，实现现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售 4 个关键环节的完整闭环。

(1) 饲料业务

2018-2020 年，随着市场饲料需求增加和业务区域的扩展，天康生物饲料业务产销量均保持增长，产能利用率有待提高，产销率维持

在很高水平。

天康生物饲料销售业务通过加大研发力度打开陕西、甘肃、宁夏青海等市场，2020 年实现产销量大幅增长。销售模式以经销商经销为主，对于小比例的终端用户采用直销方式，绝大部分采用“先款后货”结算方式。2018-2020 年，天康生物饲料业务前五大供应商和下游客户业务金额占比均在 5%左右，集中度很低。

采购方面，2018-2020 年，随着公司业务规模的扩大，公司玉米和豆粕的采购量持续增长；采购均价方面，2020 年，公司玉米采购均价较上年增长 17.45%，主要系输入性通胀所致；

豆粕采购均价较上年变化不大。

表 8 2018—2020 年主要原材料采购情况
(单位: 万吨、元/吨)

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年
玉米	采购数量	50.55	60.06	88.00
	采购均价	1843.50	1892.62	2222.88
豆粕	采购数量	13.75	14.89	20.74
	采购均价	3576.47	3268.43	3227.93

资料来源: 公司提供

生产方面, 2019 年底, 饲料产能扩至 324.70 万吨/年; 2018—2020 年, 饲料产量持续增长, 产能利用率有所波动, 整体处于较低水平。

销售方面, 2018—2020 年, 饲料销售量保持增长。2020 年, 猪饲料销售量 84.10 万吨, 同比增长 49.88%; 禽用饲料销售量 59.95 万吨, 同比增长 21.50%; 水产饲料销售量 5.47 万吨, 同比增长 10.06%; 反刍饲料销售量 35.71 万吨, 同比增长 81.09%。产销率方面, 2018—2020 年, 公司饲料产销率有所波动, 产销率水平很高。

表 9 天康生物饲料产销情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能 (万吨/年)	200.00	324.70	324.70
产量 (万吨)	116.40	130.57	192.89
产能利用率 (%)	58.20	40.21	59.41
销量 (万吨)	115.49	134.42	190.99
产销率 (%)	99.22	102.95	99.02

资料来源: 公司提供

(2) 兽药业务

2020 年, 公司兽药业务主要原材料采购价格均有所下降, 血清与佐剂采购量有所背离, 培养基采购金额有所下降; 兽药产销量大幅增长, 产能利用率较低, 但产销率维持在很高水平。

天康生物兽用化学药品和政府强制免疫计划外的兽用生物制品采用以经销商经销为主, 对于小比例的终端用户采用直销方式, 绝大部分采用“先款后货”结算方式, 政府强制免疫计

划内的兽用生物制品实行政府采购。2020 年, 天康生物兽药业务上游原材料非独家产品, 因对单一供应商依赖程度较低, 集中度在 40% 左右, 下游集中度在 20% 左右。

从原材料采购情况看, 2018—2020 年, 天康生物血清采购量波动较大, 其中 2020 年同比增长 127.16%, 与兽药疫苗需求量正相关; 佐剂采购量波动下降, 其中 2020 年较上年减少 48.83%, 主要系销售产品结构差异, 所需佐剂减少所致。采购价格方面, 2018—2020 年, 公司血清采购均价略有下降, 佐剂采购均价变化不大。

表 10 天康生物兽药业务主要原材料采购情况
(单位: 万毫升、元/毫升、万元、吨、万元/吨)

原材料	项目	2018 年	2019 年	2020 年
血清	采购数量	1739.89	703.00	1596.90
	采购均价	1.21	0.94	0.90
	采购金额	2118.44	663.01	1437.93
佐剂	采购数量	291.55	300.30	153.65
	采购均价	8.39	8.39	8.31
	采购金额	2446.87	2520.46	1277.25
培养基	采购金额	3581.96	2316.44	2074.80

注: 由于公司采购的培养基种类较多, 根据配方的差异, 采购数量存在升、公斤、克等多种单位, 具体数量难以统计

资料来源: 公司提供

生产方面, 2018—2020 年, 公司兽药疫苗产能无变化, 为 33.50 亿毫升/年; 产量波动增长, 主要系产品需求量波动所致, 产能利用率随之波动。

销售方面, 2018—2020 年, 公司兽药疫苗销量有所波动, 2019 年受非洲猪瘟影响, 疫苗销量减少, 2020 年市场需求回升, 疫苗销量同比增长 30.62%。2020 年, 口蹄疫疫苗销量 75052.99 万头份, 同比增长 22.35%; 小反刍兽疫疫苗销量 29836.65 万头份, 同比增长 19.44%; 猪蓝耳病疫苗销量 1038.52 万头份, 同比下降 19.67%; 猪瘟疫苗销量 2227.84 万头份, 同比增长 208.05%; 布病疫苗销量 15752.03 万头份, 同比增长 130.35%; 其它疫苗销量 4829.97 万头份, 同比增长 42.70%。

表 11 天康生物兽药业务产销情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
产能（万头份/毫升）	33.50	33.50	33.50
产量（万头份/毫升）	13.80	8.22	13.74
产能利用率（%）	41.18	24.54	41.02
销量（万头份/毫升）	12.48	9.86	12.87
产销率（%）	90.45	119.88	93.68

资料来源：公司提供

（3）其他业务

天康生物其他业务以生猪养殖及食品加工、油脂加工和玉米收储为主，2018-2020 年经营情况较为稳定。

天康生物拥有20万头生猪繁育基地、10万套父母代种禽繁育基地、100万头生猪屠宰及肉食品加工基地以及60多个天康放心肉连锁及专卖店（柜）。生猪养殖及食品加工收入结算方式以现金为主，结算周期1-3个月。2020年，天康生物扩大养殖规模，出栏生猪134.50万头，较上年增长59.61%；2020年，天康生物种猪对外销售数量为6.49万头，较上年增长37.18倍，仔猪对外销售数量为67.49万头，较上年增长1.27倍，主要系猪价上涨，市场需求增加所致。

市场价格的下跌是2021年前三季度天康生物生猪销售收入和利润下降的主要原因。2021年1月，天康生物商品猪（扣除仔猪、种猪后）销售均价32.05元/公斤，2021年9月降至11.07元/公斤。2021年前三季度，除3月和8月期间新建养殖基地投产对生猪销售收入形成提振，其他月份天康生物生猪销售收入均呈现环比下降。2021年9月，天康生物销售生猪15.80万头，销量环比下降20.80%，同比下降0.82%；销售收入2.25亿元，销售收入环比下降34.97%，同比下降55.80%。2021年1-9月，公司累计销售生猪121.82万头，同比增长58.54%；累计销售收入23.79亿元，同比增长1.97%。同时，天康生物根据会计准则和谨慎性的要求，已对存货计提了相应的存货跌价准备，导致养殖业务出现较大亏损。

贸易冲突与争端加大了农产品等大宗商品价格波动的不确定性，为应对原材料价格波动风险，天康生物于2018年下半年开展了玉米收储业务。2020年，天康生物实现玉米收储业务收入19.68亿元，毛利率20.90%。

4. 非银行金融

公司非银行金融业务主要为担保业务，代偿回收情况一般。

公司担保、拍卖、典当等非银行的金融业务开展以新疆生产建设兵团融资担保有限公司（以下简称“兵团担保”）为主。兵团担保注册资本人民币15370.00万元，由公司全额出资组建。该公司为国家经贸委纳入全国中小企业信用担保体系的试点担保机构。兵团担保本部、天康生物下属子公司河南富桥投资担保有限公司、新疆天康融资担保有限公司主要开展流动资金贷款担保、银行票据担保及法律诉讼保全担保等业务；天康生物下属孙公司新疆天康典当有限责任公司开展各类拍卖和典当业务。

公司担保业务的开展一般先是由借款人与放款银行达成贷款意向，而后由借款人向担保公司申请提供担保，担保公司通过受理客户申请、项目初审、现场尽职调查并评审通过后，借款人与放款银行和担保公司分别签订《借款合同》和《保证担保委托合同》及《反担保合同》，同时担保公司与放款银行签订的《保证合同》，在担保业务正式发生，后续按照公司《保后管理办法》的相关要求执行。若未来担保客户未能如期向银行等金融机构偿还贷款时，由担保公司先行代偿，并对发生的代偿金额向担保客户追偿。

截至2021年9月底，公司担保余额4.41亿元，其中有抵押物的为2.94亿元。2018年、2019年、2020年和2021年1-9月分别发生代偿1868.06万元、3559.13万元、2989.22万元和1616.59万元。截至2020年底，公司累计发生代偿20187.66万元，累计回收金额10805.10万元。

5. 在建项目

公司在建生猪养殖项目有助于扩大生猪养殖规模，资金来源以天康生物非公开发行为主，对外融资需求不大。

截至 2021 年 9 月底，公司在建项目主要为生猪养殖产业化建设项目，总投资 17.71 亿元，累计已投资金额 2.59 亿元，尚需投资 15.12 亿元。项目建成后，公司生猪养殖产能将大幅增加。

表 12 截至 2021 年 9 月底公司主要在建项目情况

项目名称	总投资 (亿元)	投资计划金额(亿元)		
		已投资额	2021 年 10-12 月	2022 年
甘肃天康农牧科技有限公司 42 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥建设项目	6.66	1.26	0.24	5.16
甘肃天康农牧科技有限公司 30 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥建设项目	5.82	1.32	0.18	4.32
天康公司 30 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥基地建设项目	5.23	0.02	-	5.21
合计	17.71	2.59	0.42	14.69

资料来源：公司提供

6. 经营效率

2018—2020 年，公司整体经营效率良好。

从经营效率指标看，2018—2020 年，公司销售债权周转次数和总资产周转次数均持续上升，存货周转次数波动下降，2020 年分别为 39.78 次、0.82 次和 2.55 次。

7. 未来发展

公司未来经营方针稳健可行，具有自身经营特色。

未来公司目标到 2025 年建成西部一流的国有资本运营平台。公司高新技术农业领域的产业发展目标为：以天康生物为龙头，发展饲料、畜牧养殖及生物制药产业，形成畜牧养殖全产业链；组建兵团农业服务产业集团，分别从产业链前后端双向发力，以农业产业化全产业链增值服务为抓手提升兵团农业价值链与增值空间，建成兵团优质农业产业化增值服务平台。公

司还计划围绕（智慧）城市运营与服务领域、文化旅游领域进行业务拓展，并拟培育孵化 4 个新产业：数字经济、生物医药与健康产业、文旅数字经济创意产业和新材料与新能源产业。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2021 年三季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2018 年底，公司合并范围子公司 24 家，2019 年新增 1 家新疆天伦化纤有限责任公司，2020 年减少 5 家，2021 年 9 月底合并报表新增新疆徕远绿城城市服务有限公司，减少新疆德盛国际贸易有限公司。整体看，公司新增或减少子公司规模不大，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 241.97 亿元，所有者权益合计为 98.13 亿元（含少数股东权益 56.64 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 183.38 亿元，利润总额 18.83 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 234.46 亿元，所有者权益合计为 94.97 亿元（含少数股东权益 54.58 亿元）；2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 179.22 亿元，利润总额 1.01 亿元。

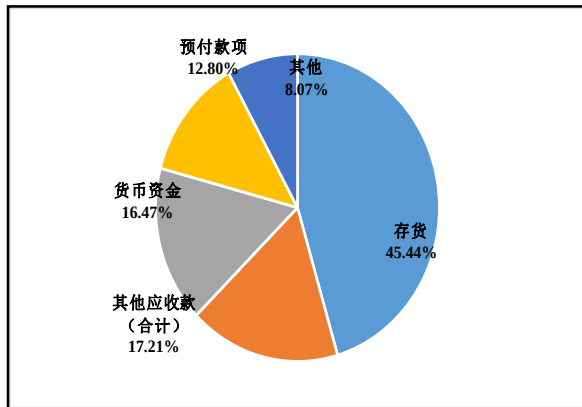
2. 资产质量

2018—2020 年末，公司资产规模保持增长，以流动资产为主，其他应收款中应收政府及兵团系统内主体往来款规模较大且未计提坏账，部分债权处于重组阶段，存在一定款项回收风险。

2018—2020 年末，公司资产总额不断增长，年均复合增长 11.71%，截至 2020 年底为 241.97 亿元。截至 2020 年底，公司资产总额中流动资产占 61.35%，非流动资产占 38.65%。

2018—2020 年末，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 11.42%，截至 2020 年底为 148.44 亿元。

图7 截至2020年底公司流动资产构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司货币资金持续下降，年均复合下降 17.27%，截至 2020 年底为 24.45 亿元，较上年底下降 7.18%，以银行存款为主，使用受限制的金额为 1.23 亿元，受限规模低。

2018—2020 年末，公司预付款项波动增长，年均复合增长 28.14%，为按购货协议要求预付给供应单位的款项，截至 2020 年底为 19.00 亿元，较上年底增长 80.18%。从账龄角度来看，账龄在 1 年以内的占 79.41%，在 1—3 年的占 7.58%，综合账龄较短；从集中度看，余额前五名占 25.18%，集中度较低；坏账计提比例为 3.66%。

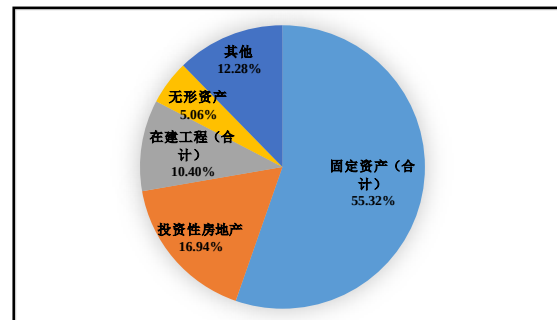
公司其他应收款主要包括垫付款、质保金、货款、转贷给新疆生产建设兵团系统内主体、兵团国资公司外所属单位的国家开发银行贷款等。其中，公司作为国有资产代表取得的国家开发银行贷款拨付时有部分在其他应收款中反映，该类款项主要是用于新疆生产建设兵团系统内所属单位。2018—2020 年末，公司其他应收款（合计）波动下降，年均复合下降 3.63%，截至 2020 年底为 25.55 亿元，较上年底下降 2.57%。从集中度看，余额前五名占 38.81%；综合坏账计提比例为 14.47%，其中 2020 年坏账准备余额较上年底增加 2.43 亿元，主要是单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款，年末计提比例为 80.05%。2020 年底，公司其他应收款中关联方及政府单位往来款项的组合占 64.34%，均未计提坏账准备；其中，对新疆徕远

房地产开发有限公司（以下简称“徕远房地产”）借款为 6.99 亿元（占其他应收款总额的 23.43%），因徕远房地产无法偿还此笔借款，由兵团国资委主导对该笔债权进行重组。公司已接收徕远房地产旗下徕远广场 A 座区域内产权面积与人防设施建筑面积合计约 11 万平方米的重组资产，根据《新疆生产建设兵团国有资产经营公司与新疆徕远房地产开发有限公司关于重组债权及徕远广场 A 区资产的框架协议》约定，目前公司正在办理徕远广场 A 区产权证书，待取得产权证书后办理抵账手续。

2018—2020 年末，公司存货快速增长，年均复合增长 38.48%，截至 2020 年底为 67.45 亿元，较上年底增长 67.95%。主要由库存商品（占 62.60%）和消耗性生物资产（占 16.37%）构成，库存商品主要是石油制品、饲料、种子等，生猪类消耗性生物资产包括乳猪、仔猪、育肥猪、商品种猪。

2018—2020 年末，公司非流动资产不断增长，年均复合增长 12.16%，截至 2020 年底为 93.53 亿元。

图8 截至2020年底公司非流动资产构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司长期股权投资波动下降，年均复合下降 21.70%，截至 2020 年底为 4.30 亿元，较上年底下降 45.97%，主要是退出对长城新盛信托有限责任公司全部股权投资 4.03 亿元所致。

2018—2020 年末，公司投资性房地产略有下降，截至 2020 年底为 15.85 亿元，较上年底下降 2.86%，全部为公允价值计量，以房屋建筑物为主。

2018—2020 年末，公司固定资产（合计）快速增长，年均复合增长率为 30.83%。截至 2020 年底，公司固定资产（合计）为 51.74 亿元，较上年底增长 12.98%，以房屋建筑物和机械设备为主，累计折旧 23.51 亿元。

2018—2020 年末，公司在建工程（合计）波动中有所下降，年均复合下降 7.09%。截至 2020 年底，公司在建工程（合计）为 9.73 亿元，较上年底下降 20.85%，主要包括兵团气化工程 2.09 亿元、天康制药兽用生物安全三级防护升级改造项目 1.98 亿元、明宇豪雅装修工程 1.53 亿元和信阳种畜五里镇分厂建设项目 1.08 亿元等。

截至 2021 年 9 月底，公司合并资产总额 234.46 亿元，较上年底下降 3.10%。其中，流动资产占 54.23%，非流动资产占 45.77%。公司资产结构相对均衡。其中，货币资金较上年底增长 59.44%，主要系天康生物经营性业务回款资金增加所致；应收账款较上年底增长 64.41%，主要系天康生物销售规模扩大，滚动赊销欠款额度增加所致；预付款项较上年底下降 42.48%，主要是天康生物战略储备原料随着使用逐步入库减少所致；其他应收款较上年底增长 21.65%，主要原因是天康生物增加转让房地产业务采用分期付款支付方式所致；存货较上年底下降 44.01%，主要是天康生物农产品销售存在季节性波动所致；在建工程较上年底增长 43.59%，主要系天康生物新增生猪繁育和育肥项目所致。

资产受限方面，截至 2021 年 9 月底，公司受限资产共计 2.15 亿元，其中受限货币资金 1.43 亿元，为担保业务保证金，受限固定资产 0.28 亿元用于融资抵押。公司资产受限规模不大。

3. 资本结构

公司少数股东权益占所有者权益比重高，权益稳定性一般；公司负债以流动负债为主，有息债务规模稳定，结构以短期为主，整体债务负担可控。

（1）所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益年均复

合增长率为 25.06%，2020 年底为 98.13 亿元。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 34.05%、资本公积占 46.16%、未分配利润占 17.96%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 42.28%，少数股东权益占 57.72%，主要系对上市公司天康生物持股比例相对较低。

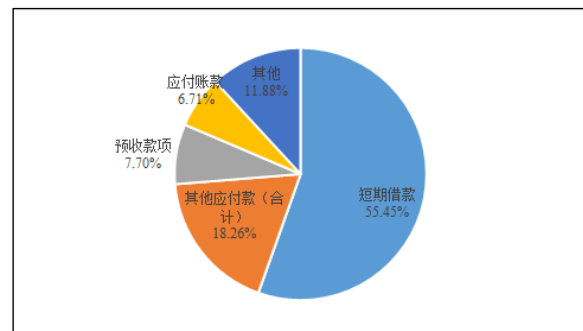
截至 2021 年 9 月底，公司所有者权益 94.97 亿元，较上年底下降 3.22%，实收资本、资本公积和未分配利润分别占所有者权益的比例为 14.87%、19.39%和 7.11%。其中，未分配利润的下降主要是天康生物利润下降所致。

（2）负债

2018—2020 年末，公司负债总额波动中有所增长，年均复合增长 4.72%，截至 2020 年底为 143.84 亿元。截至 2020 年底，公司负债总额中流动负债占 77.10%，非流动负债占 22.90%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020 年末，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 7.88%，截至 2020 年底为 110.91 亿元。

图9 截至2020年底公司流动负债构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年末，公司短期借款波动中有所增长，年均复合增长 14.33%，截至 2020 年底为 61.50 亿元，较上年底增长 56.97%。其中，信用借款 16.92 亿元，保证借款 44.58 亿元。

2018—2020 年末，公司应付账款波动中有所增长，年均复合增长 12.80%，截至 2020 年底为 7.44 亿元，较上年底增长 43.10%。其中，账龄在一年以内的占 76.29%，账龄较短。

公司预收款项主要是所属子公司向购货方收取的货款及定金。2018—2020 年末，公司预收款项年均复合增长 46.32%，截至 2020 年底为 7.44 亿元，较上年底增长 43.10%。其中，账龄在一年以内的占 87.21%，账龄短。

公司其他应付款主要是与集团外、兵团下属单位的往来款。2018—2020 年末，公司其他应付款（合计）年均复合增长 3.66%，截至 2020 年底为 20.25 亿元，较上年底增长 12.16%。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动中有所下降，年均复合下降 4.18%，截至 2020 年底为 32.94 亿元。截至 2020 年底，公司非流动负债主要包括长期借款（占 53.49%）和应付债券（占 33.55%）。

2018—2020 年末，公司长期借款波动中有所增长，年均复合增长 9.98%。截至 2020 年底，公司长期借款为 17.62 亿元，较上年底下降 25.18%，以信用借款为主。

2018—2020 年末，公司应付债券波动下降，年均复合下降 18.94%。截至 2020 年底，公司应付债券为 11.05 亿元，较上年底下降 49.41%。其中，私募公司债“19 兵国 01”为 10.00 亿元，天康转债余额 1.05 亿元。

2018—2020 年末，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 6.29%。截至 2020 年底，公司全部债务为 95.25 亿元，较上年底增长 6.92%，其中短期债务占 69.90%，债务结构以短期为主。

从债务指标来看，2018—2020 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续下降，2020 年底分别为 59.45%和 49.26%；长期债务资本化比率波动下降，2020 年底为 22.61%。

截至 2021 年 9 月底，公司负债总额 139.49 亿元，较上年底下降 3.03%，流动负债占 74.97%，负债结构继续短期化。其中，短期借款较上年底有所下降，为 51.25 亿元；其他应付款升至 24.25 亿元，主要系公司应付工程款及投资款增加所致；长期借款升至 26.40 亿元；私募公司债“19 兵国 01”到期兑付及天康转债部分转股后，应付债券降至 0.95 亿元。

截至 2021 年 9 月底，公司全部债务 86.59 亿元，较上年底下降 9.09%，短期债务占 68.42%。从债务指标来看，截至 2021 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.49%、47.69%和 22.36%，较上年底分别提高 0.05 个百分点、下降 1.56 个百分点和下降 0.25 个百分点。

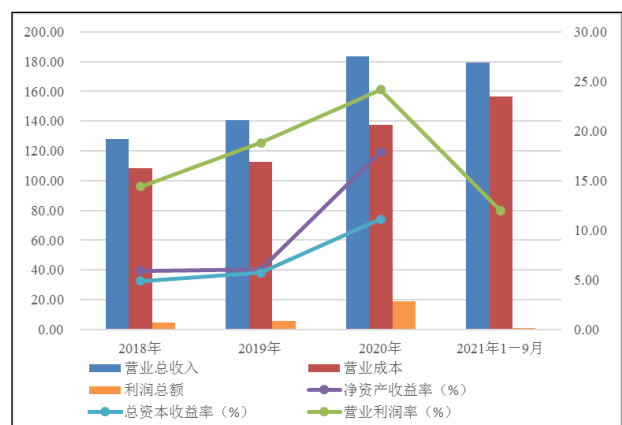
4. 盈利能力

2018—2020 年，公司营业收入保持增长，费用控制能力较强，利润规模快速增长，构成以经营性利润为主。2021 年前三季度，受生猪养殖行业周期下行影响，利润规模大幅下降。总体看，公司盈利水平受生猪养殖行业周期及投资收益波动影响大。

2018—2020 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 19.62%，2020 年为 183.38 亿元，同比增长 30.36%。2018—2020 年，公司营业成本不断增长，年均复合增长 12.68%，2020 年为 137.37 亿元，同比增长 21.88%，增速低于收入增速。2018—2020 年，公司营业利润率逐年增长，分别为 14.42%、18.81%和 24.16%。

2018—2020 年，公司期间费用逐年增长，年均复合增长率为 32.79%。2020 年，公司期间费用为 26.14 亿元，同比增长 21.97%；期间费用率为 14.25%。其中，2020 年管理费用同比增长 62.86%，主要系职工薪酬同比增加 4.56 亿元以及养殖板块业务当期死亡损耗的生物资产同比增加 1.81 亿元。

图10 近年来公司期间费用指标（单位：亿元）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020 年，公司投资收益有所增长。2020 年，公司投资收益为 4.85 亿元，主要是处置长城新盛信托有限责任公司全部股权产生投资收益 4.15 亿元。

2018—2020 年，公司资产减值损失分别为 -0.35 亿元、-1.28 亿元和 -4.23 亿元。其中，2020 年坏账损失 3.37 亿元，主要是单项金额重大并单项计提坏账准备的应收账款计提坏账形成。

2018—2020 年，公司利润总额逐年增长，构成以经营性利润为主。2020 年，公司利润总额为 18.83 亿元，同比增长 237.28%，主要系养殖行业景气度提升，公司经营性利润大幅增长。

2018—2020 年，公司总资本收益率逐年增长，分别为 4.89%、5.70% 和 11.10%；净资产收益率逐年增长，分别为 5.92%、6.05% 和 17.89%。

2021 年 1—9 月，公司实现营业收入 179.22 亿元；营业利润率为 11.94%；利润总额为 1.01 亿元，同比大幅下降，主要是天康生物养殖行业利润受行业周期下行影响大幅下降所致。

5. 现金流

2018—2021 年三季度，受业务扩张影响，公司经营活动现金净流入规模快速增长，收入实现质量高；投资活动现金净流量波动较大，投资支出较为持续；筹资活动现金流与经营及投资活动匹配度较好，筹资压力不大。

经营活动方面，2018—2020 年，公司经营活动现金流入快速增长。2020 年，公司经营活动现金流入为 203.72 亿元，同比增长 27.39%，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 201.24 亿元，同比增长 26.91%。2018—2020 年，公司经营活动现金流出波动增长。2020 年，公司经营活动现金流出为 208.00 亿元，同比增长 36.10%；其中购买商品、接受劳务收到的现金为 187.22 亿元，同比增长 36.05%；支付其他与经营活动有关的现金为 6.50 亿元，主要是往来款。2018—2020 年，公司经营活动现金净流量分别为 -7.71 亿元、7.09 亿元和 -4.28 亿元。从收入实现质量看，2018—2020 年，公司现金收入比分别为 109.49%、112.72% 和 109.74%，现金

收入的实现质量高。

投资活动方面，2018—2020 年，公司投资活动现金流入快速增长，年均复合增长 77.48%，2020 年为 14.76 亿元，其中收回投资收到的现金为 8.67 亿元；取得投资收到的现金为 1.89 亿元；收到其他与投资活动有关的现金为 4.09 亿元，主要是理财产品赎回。2018—2020 年，公司投资活动现金流出快速下降，年均复合下降 29.92%，2020 年为 13.44 亿元，其中购建固定资产、无形资产等支付的现金为 10.44 亿元；支付其他与投资活动有关的现金为 2.80 亿元主要是理财产品投资。2018—2020 年，公司投资活动现金净流量分别为 -22.69 亿元、-11.98 亿元和 1.32 亿元。

2018—2020 年，公司筹资活动现金流入波动幅度较大，年均复合下降 2.67%，2020 年为 77.61 亿元，其中取得借款收到的现金为 77.30 亿元。2018—2020 年，公司筹资活动现金流出快速增长，年均复合增长 18.10%，2020 年为 76.21 亿元，其中偿还债务支付的现金为 71.36 亿元。2018—2020 年，公司筹资活动现金净流量分别为 27.28 亿元、-3.92 亿元和 1.40 亿元。

从经营活动来看，2021 年 1—9 月，公司实现经营活动现金净流入 43.28 亿元，现金收入比为 99.06%，投资活动现金净流出 13.82 亿元，筹资活动现金净流出 15.12 亿元。

6. 偿债指标

公司短期偿债指标尚可，长期偿债指标表现良好，融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，2018—2020 年末，公司流动比率分别为 125.46%、150.21% 和 133.84%，波动增长。同期，存货的增长使公司速动比率波动下降，分别为 88.55%、97.43% 和 73.02%。2018—2020 年末，公司经营现金流动负债比率分别为 -8.09%、9.32% 和 -3.86%。同期，现金短期债务比分别为 0.69 倍、0.60 倍和 0.37 倍，持续下降。截至 2021 年 9 月底，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 121.59%、85.48% 和 0.66 倍。

从长期偿债指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 11.58 亿元、15.05 亿元和 29.59 亿元；2018—2020 年末，公司 EBITDA 利息倍数分别为 3.15 倍、3.02 倍和 7.34 倍；2018—2020 年末，公司全部债务/EBITDA 倍数分别为 7.28 倍、5.92 倍和 3.22 倍。

截至2021年9月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年9月底，公司共计获得银行授信额度233.87亿元，未使用额度138.56亿元，间接融资渠道畅通；公司拥有上市公司天康生物，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主，债务负担较重，权益结构稳定性强。母公司业务收入规模小，利润来源主要为投资收益。考虑到公司区域战略地位显著，融资渠道通畅，母公司偿债压力可控。

2018—2020 年末，母公司资产总额持续下降，年均复合下降 12.56%。截至 2020 年底，母公司资产总额为 54.01 亿元，其中流动资产为 22.47 亿元；非流动资产为 31.54 亿元。流动资产主要构成为其他应收款 21.94 亿元，非流动资产主要构成为长期股权投资 25.95 亿元。

2018—2020 年末，母公司所有者权益波动下降，2020 年底为 24.31 亿元，较上年底下降 4.59%，其中实收资本为 14.13 亿元、资本公积合计 14.39 亿元、未分配利润合计-4.93 亿元。2018—2020 年末，母公司负债持续下降，年均复合下降 19.63%。截至 2020 年底，母公司负债合计为 29.70 亿元，其中全部债务为 23.17 亿

元，经营负债为 6.53 亿元；全部债务包括长期债务 10.80 亿元，短期债务 12.37 亿元。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 54.98%，全部债务资本化比率为 48.80%，长期债务资本化比率为 30.76%。

2018—2020 年，母公司经营规模小，利润总额波动下降，年均复合下降 57.96%；投资收益持续增长，年均复合增长 67.68%。2020 年，母公司营业收入为 0.19 亿元，投资收益为 5.56 亿元，利润总额为 0.03 亿元。

2018—2020 年，母公司经营活动现金净流出规模波动增长，2020 年，母公司经营活动现金流净额为-0.95 亿元；投资活动产生的现金流量净额持续增长，年均复合增长 217.34%，2020 年为 10.47 亿元；筹资活动产生的现金流净额由正转负，2020 年为-11.60 亿元。

截至 2021 年 9 月底，母公司资产总额 57.41 亿元，所有者权益为 24.85 亿元，负债总额 32.56 亿元，资产负债率 56.72%，全部债务 23.80 亿元，全部债务资本化比率 48.92%；资本结构较上年底变化不大。2021 年 1—9 月，母公司营业收入 0.07 亿元；利润总额 1.23 亿元，投资收益 2.00 亿元，同比均有所下降。2021 年 1—9 月，公司母公司经营活动现金流净额、投资活动现金流净额、筹资活动现金流净额分别为 2.35 亿元、1.79 亿元、-0.38 亿元。

十、 外部支持

公司作为兵团的国有独资公司，得到兵团领导高度重视，在资金拨付方面能获得兵团的政策支持力度较大。

表 13 公司获得兵团增资的主要情况

时间	增资事项	增资金额 (万元)
2002 年	兵团财务 1 局对兵团中小企业信用担保有限公司追加资本金，转增兵团国资委对公司的投资	1000.00
	兵团财务局对新疆天伦化纤有限公司追加资本金，转增兵团国资委对公司的投资	1000.00
	根据兵国资办函[2002]40 号《关于将新疆通联实业公司等产权划转给兵团国有资产经营公司批复》的文件规定，公司按照可享有的权益转增兵团国资委对公司的投资	3336.26
	根据兵团国资委的规定，将兵团农业技术开发服务部划归新疆中垦国际贸易有限公司，公司按所享有的权益转增兵团国资委对公司的投资	345.26

	根据兵团国资委的规定,将兵团高新技术产业开发中心、兵团林园新技术开发中心、新疆牧丰实业总公司、兵团万青动物制药厂等公司的净资产划归新疆康正农业科技开发有限公司作为公司的投资,转增兵团国资委对公司的投资	1466.70
	根据兵团国资委的规定,将新疆德盛工贸国际贸易有限责任公司等划归公司,公司按所享有的权益转增兵团国资委对公司的投资	2037.86
	根据兵团国资委的规定,将乌鲁木齐市达得商贸有限责任公司国有股权划归新疆德盛工贸国际贸易有限责任公司作为公司的投资,公司按所享有的权益转增兵团国资委对公司的投资	30.00
2003 年	兵团国资委将对新疆天合种业有限责任公司股权 200.00 万元、新疆新建对外经贸有限公司的股权 90.00 万元划归公司,对此转增兵团国资委对公司的投资	290.00
2006 年	根据兵团资发[2006]81 号《关于新疆天康投资控股有限公司国有资本管理问题的批复》的规定,以兵团草业开发技术服务中心经评估净资产中的 9325.24 万元作为公司对新疆天康投资控股有限公司的出资,股权比例为 80%,同时增加兵团国资委对公司的投资	9325.24
2007 年	根据兵团国资委的规定增加实收资本	32.11
2010 年	根据兵财企[2010]160 号《关于拨付专项资金的通知》的文件,将工业和信息产业国有资本经营预算支出的专项用于补充企业资本金的部分用于增加公司的资本	200.00
2011 年	根据兵财建[2010]64 号文件,将拨付新疆炜通经贸有限公司的矿产资源保护资金 200.00 万元增加公司的资本	200.00
2013—2014 年	根据兵财企(2013)205 号以及兵国资发(2014)69 号文件,公司增加实收资本	1891.69
2015 年	根据兵财企(2015)60 号、兵财企(2015)128 号文件,公司增加实收资本	6278.00
2016—2019 年	兵团国资委多次以货币形式向公司增资	-
2021 年	公司参股新疆生产建设兵团文化旅游投资集团有限公司,兵团拨付了 2 亿元注册资本金	20000.00

资料来源:公司提供,联合资信整理

十一、 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司债务结构有一定影响,公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力强。

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据发行规模 10 亿元,分别占 2020 年底公司长期债务和全部债务的 34.88% 和 10.50%,对公司现有债务结构有一定影响。2020 年末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 59.45%、49.26% 和 22.61%,本期中期票据发行后上述指标将分别上升至 61.06%、51.75% 和 28.27%。发行后公司债务负担有所加重。考虑到本期中期票据募集资金部分用于偿还有息债务,公司实际债务负担或将低于预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

以 2020 年的相关财务数据为基础,本期中

期票据发行后,公司经营现金流入量为发行后长期债务的 5.27 倍;发行后长期债务为 EBITDA 的 1.31 倍。公司经营现金流入量和 EBITDA 对发行后长期债务的保障能力强。

表 14 本期中期票据偿还能力测算

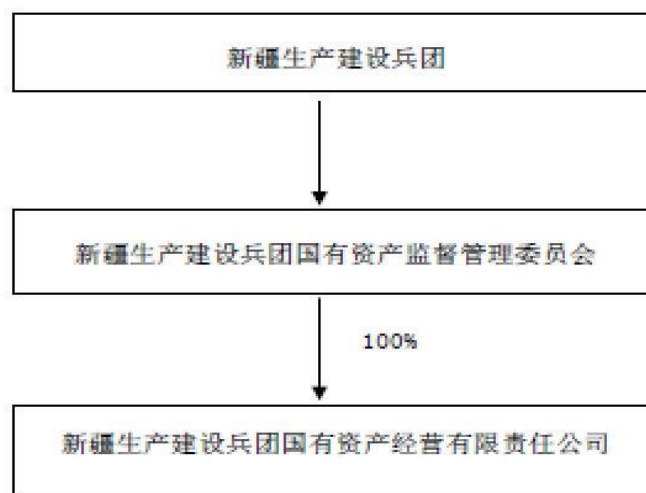
项目	2020 年
发行后长期债务*(亿元)	38.67
经营现金流入/发行后长期债务(倍)	5.27
经营现金/发行后长期债务(倍)	-0.11
发行后长期债务/EBITDA(倍)	1.31

注:发行后长期债务为将本期中期票据发行额度计入后测算的长期债务总额
资料来源:联合资信根据公司财务报告整理

十二、 结论

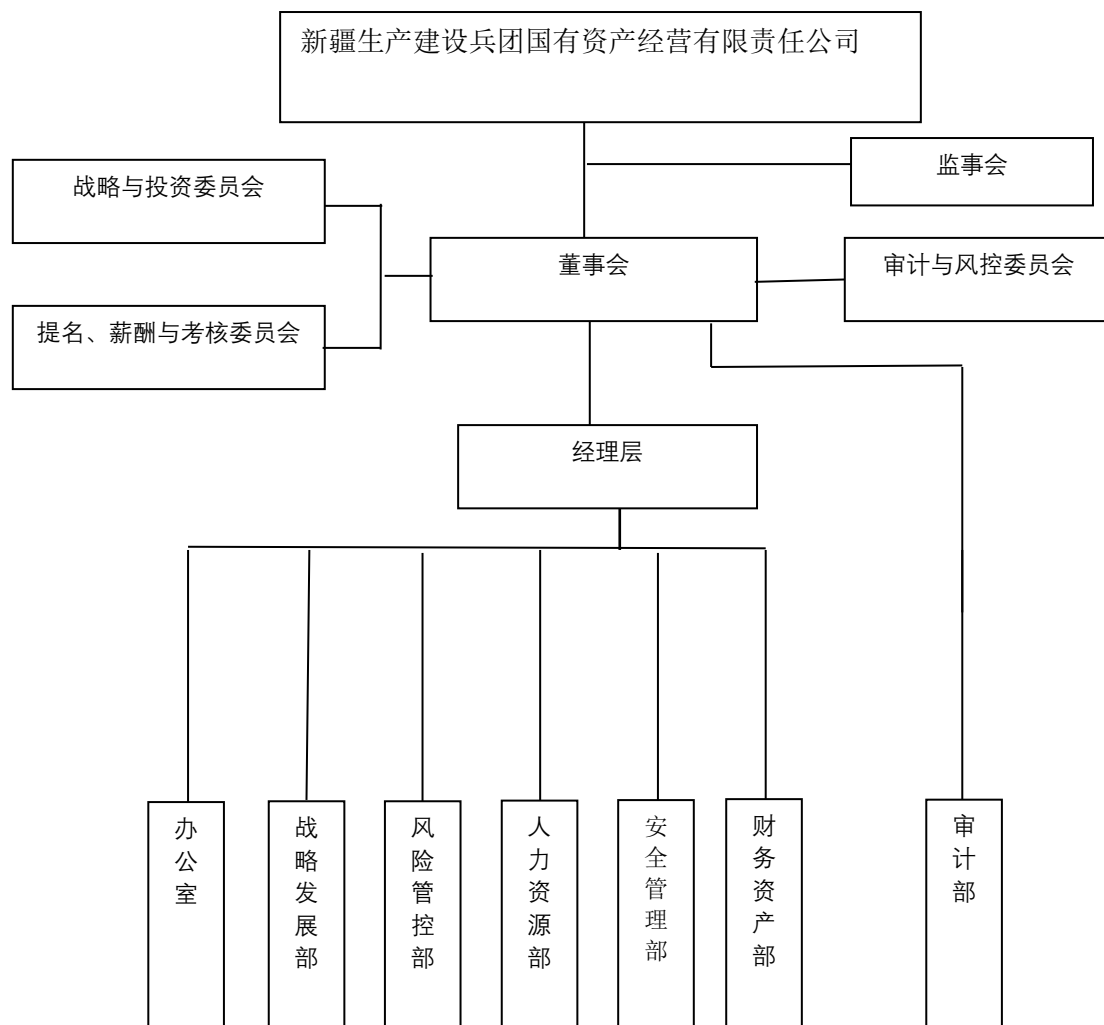
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA⁺,本期中期票据信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 9 月底新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 9 月底新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司
组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 9 月底新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本金 (万元)	主营业务	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
新疆迪盛国际实业有限公司	5000.00	甘草及其制品的销售	100.00	--	投资设立
新疆生产建设兵团融资担保有限公司	15370.00	贷款担保、票据承兑担保	100.00	--	投资设立
新疆康正农业科技有限责任公司	1171.50	农作物种子生产、经营	100.00	--	投资设立
新疆生产建设兵团烟草有限责任公司	1439.00	烟草、糖、饮料、副食品销售	100.00	--	投资设立
西部绿洲国际实业集团有限公司	10000.00	餐饮服务、住宿、卷烟零售	100.00	--	投资设立
新疆农垦外贸储运有限责任公司	1000.00	国际货运代理	100.00	--	投资设立
新疆徕远物业管理有限公司	100.00	物业管理	100.00	--	投资设立
新疆瀚隆投资有限公司	1000.00	农业投资	100.00	--	投资设立
新疆生产建设兵团矿业集团有限公司	5000.00	矿业投资、矿产品销售	100.00	--	投资设立
新疆生产建设兵团石油有限公司	21923.79	成品油销售	54.59	--	投资设立
新疆天发新能源矿业有限责任公司	4346.00	原煤的开采销售	93.10	--	投资设立
新疆龙腾天域农业科技股份有限公司	4758.00	水土保持；生态修复	30.00	--	投资设立
天康生物股份有限公司	107536.05	饲料、兽用疫苗生产销售	26.38	--	投资设立
新疆生产建设兵团天然气有限公司	10000.00	管道、瓶装天然气销售	60.00	--	投资设立
新疆徕远企业管理有限公司	300.00	国有资产经营、管理与委托管理、租赁、物业、贸易等	100.00	--	投资设立
新疆城市投资有限责任公司	5000.00	城市基础设施投资，教育业投资，科技投资；房屋租赁	100.00	--	投资设立
新疆生产建设兵团城市建设投资集团有限责任公司	36450.00	房地产业	100.00	--	划拨
新疆云洋工业有限公司	1698.64	房屋租赁，市场开发服务，停车场。	100.00	--	改制
新疆天伦化纤有限责任公司	23516.88	涤纶纤维制造	100.00	--	合并
新疆徕远绿城城市服务有限公司	1920.00	城市设施管理和服务；物业服务；停车场服务；资产服务	51.00	--	新设

注：1.天康生物股份有限公司为上市公司，公司为其第一大股东，持股比例 26.41%，为天康生物实际控制人，故纳入公司合并范围。2.公司对新疆龙腾天域农业科技股份有限公司的表决权比例为 30%，为该公司第一大股东，且公司有权任免其董事会或类似机构的多数成员，故纳入公司合并范围。

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	36.55	26.37	24.53	39.19
资产总额 (亿元)	193.91	207.35	241.97	234.46
所有者权益 (亿元)	62.74	81.83	98.13	94.97
短期债务 (亿元)	52.92	43.70	66.58	59.24
长期债务 (亿元)	31.38	45.39	28.67	27.35
全部债务 (亿元)	84.31	89.09	95.25	86.59
营业收入 (亿元)	128.16	140.67	183.38	179.22
利润总额 (亿元)	4.78	5.58	18.83	1.01
EBITDA (亿元)	11.58	15.05	29.59	--
经营性净现金流 (亿元)	-7.71	7.09	-4.28	43.28
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	15.69	27.94	39.78	--
存货周转次数 (次)	2.93	2.99	2.55	--
总资产周转次数 (次)	0.59	0.70	0.82	--
现金收入比 (%)	109.49	112.72	109.74	99.06
营业利润率 (%)	14.42	18.81	24.16	11.94
总资本收益率 (%)	4.89	5.70	11.10	--
净资产收益率 (%)	5.92	6.05	17.89	--
长期债务资本化比率 (%)	33.34	35.68	22.61	22.36
全部债务资本化比率 (%)	57.33	52.12	49.26	47.69
资产负债率 (%)	67.65	60.54	59.45	59.49
流动比率 (%)	125.46	150.21	133.84	121.59
速动比率 (%)	88.55	97.43	73.02	85.48
经营现金流动负债比 (%)	-8.09	9.32	-3.86	--
现金短期债务比 (倍)	0.69	0.60	0.37	0.66
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.15	3.02	7.34	--
全部债务/EBITDA (倍)	7.28	5.92	3.22	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2021 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	8.15	2.61	0.53	4.29
资产总额 (亿元)	70.65	64.51	54.01	57.41
所有者权益 (亿元)	24.67	25.48	24.31	24.85
短期债务 (亿元)	17.20	7.20	12.37	21.20
长期债务 (亿元)	12.67	25.31	10.80	2.60
全部债务 (亿元)	29.87	32.51	23.17	23.80
营业收入 (亿元)	0.01	0.09	0.19	0.07
利润总额 (亿元)	0.17	0.56	0.03	1.23
EBITDA (亿元)	0.17	0.56	0.03	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.26	-1.26	-0.95	2.35
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	/	/	/	/
存货周转次数 (次)	/	/	/	/
总资产周转次数 (次)	/	/	/	/
现金收入比 (%)	105.00	80.99	63.49	99.15
营业利润率 (%)	-290.59	72.39	50.24	84.85
总资本收益率 (%)	0.31	0.96	-1.02	--
净资产收益率 (%)	0.68	2.19	-1.99	--
长期债务资本化比率 (%)	33.93	49.83	30.76	9.46
全部债务资本化比率 (%)	54.76	56.06	48.80	48.92
资产负债率 (%)	65.07	60.50	54.98	56.72
流动比率 (%)	93.97	190.67	119.05	84.87
速动比率 (%)	93.97	190.67	119.05	84.87
经营现金流动负债比 (%)	-0.78	-9.16	-5.03	--
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.36	0.04	0.20
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	178.53	58.14	783.52	--

注：1. 部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 2021 年三季度财务数据未经审计，相关指标未年化

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

联合资信评估股份有限公司关于 新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司 2022 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。